

DOCUMENTO DE TRABAJO

Nº 428

LAS VACAS FLACAS EN LA ECONOMÍA PERUANA

Oscar Dancourt

DEPARTAMENTO DE
ECONOMÍA



DOCUMENTO DE TRABAJO N° 428

LAS VACAS FLACAS EN LA ECONOMÍA PERUANA

Oscar Dancourt

Agosto, 2016

DEPARTAMENTO
DE **ECONOMÍA**



DOCUMENTO DE TRABAJO 428
http://files.pucp.edu.pe/departamento/economia/DDD428.pdf

Av. Universitaria 1801, Lima 32 – Perú.
Teléfono: (51-1) 626-2000 anexos 4950 - 4951
econo@pucp.edu.pe
www.pucp.edu.pe/departamento/economia/

Encargado de la Serie: Jorge Rojas Rojas
Departamento de Economía – Pontificia Universidad Católica del Perú,
jorge.rojas@pucp.edu.pe

Oscar Dancourt

Las vacas flacas en la economía peruana

Lima, Departamento de Economía, 2016
(Documento de Trabajo 428)

PALABRAS CLAVE: Política monetaria, política fiscal, choques externos.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú Nº 2016-11418
ISSN 2079-8466 (Impresa)
ISSN 2079-8474 (En línea)

Impreso en Kolores Industria Gráfica E.I.R.L.
Jr. La Chasca 119, Int. 264, Lima 36, Perú.
Tiraje: 50 ejemplares

LAS VACAS FLACAS EN LA ECONOMÍA PERUANA

Oscar Dancourt

RESUMEN

La tasa de crecimiento del PBI no primario cayó a un 3.6% en 2014 y a un 2.4% en 2015, cifras muy por debajo del 7.3% promedio anual registrado durante la década previa; para 2016, se proyecta que la economía urbana tendrá un crecimiento igualmente bajo del 2.8% anual.

En la historia macroeconómica del Perú, las épocas de vacas gordas, es decir, los auges más o menos prolongados, son también épocas de precios altos de las materias primas que exportamos; y las épocas de vacas flacas, es decir, las recesiones más o menos intensas donde decrece la actividad económica, son épocas de precios bajos de estas materias primas.

Este texto describe el choque externo adverso sufrido por la economía peruana y su impacto recesivo e inflacionario durante 2014-15; analiza las políticas monetarias y fiscales aplicadas en respuesta al choque externo, y concluye listando los retos macroeconómicos del nuevo gobierno de Pedro Pablo Kuczynski.

Palabras clave: Política monetaria, política fiscal, choques externos.
Códigos JEL: E520, E580, E620, F410

ASBTRACT

The growth rate of “non-primary GDP” (Peru´s urban economy) dropped to 3.6% in 2014 and to 2.4% in 2015, far below the annual average of 7.3% recorded over the previous decade; moreover, an equally low growth rate of 2.8% per year is projected in 2016.

In the macroeconomic history of Peru, the times of plenty —that is, the more or less prolonged booms— are also times of high prices of the commodities that the country

exports; meanwhile, the lean times —that is, the more or less intense recessions in which economic activity slows down— are times of low commodity prices.

This article describes the negative external shock undergone by the Peruvian economy and its recessionary and inflationary effects over 2014-15; analyzes the fiscal and monetary policies applied in response to the external shock, and concludes by outlining the macroeconomic challenges faced by the new government of Pedro Pablo Kuczynski.

Keywords: Monetary policy, fiscal policy, external shocks.
JEL CODE: E520, E580, E620, F410

LAS VACAS FLACAS EN LA ECONOMÍA PERUANA

Oscar Dancourt[1]

1. INTRODUCCIÓN

En la historia macroeconómica del Perú, las épocas de vacas gordas, es decir, los auges más o menos prolongados donde crece la actividad económica, se expande el empleo y aumenta la inversión privada, son también épocas de precios altos de las materias primas que exportamos (metales, hoy día); y las épocas de vacas flacas, es decir, las recesiones más o menos intensas donde decrece la actividad económica y se contraen el empleo y la inversión privada, son épocas de precios bajos de estas materias primas.

Las siete mayores recesiones ocurridas en el Perú desde 1950, a razón de una por década, salvo en los ochenta donde tuvimos dos recesiones muy profundas y prolongadas, están asociadas todas a desplomes más o menos súbitos de los precios internacionales de las materias primas de exportación.

En 2014-15, el crecimiento de la economía peruana registró un fuerte frenazo, tras 4 de años de rápida expansión. La tasa de crecimiento del PBI no primario[2] cayó a un 3.6% en 2014 y a un 2.4% en 2015, cifras muy por debajo del 7.3% promedio anual registrado durante la década previa (BCRP 2015); y, para 2016, se proyecta que la economía urbana tendrá un crecimiento igualmente bajo del 2.8% anual (BCRP 2016).

Este texto tiene 5 secciones, incluyendo esta introducción. La segunda describe el choque externo adverso sufrido por la economía peruana y su impacto recesivo durante 2014-15. La tercera analiza el impacto inflacionario de este choque externo. La cuarta sección describe las políticas monetarias y fiscales aplicadas en respuesta al choque externo. Se

---

[1] Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP), Departamento de Economía. Una versión de este texto se presentó en la reunión “Central Banks in Latin America: in Search for Stability and Development” organizada por CEDES y PUCP en Lima, 2016. Agradezco los comentarios de Martin Rapetti y la inmejorable asistencia de Gustavo Ganiko y de Jefferson Martínez.

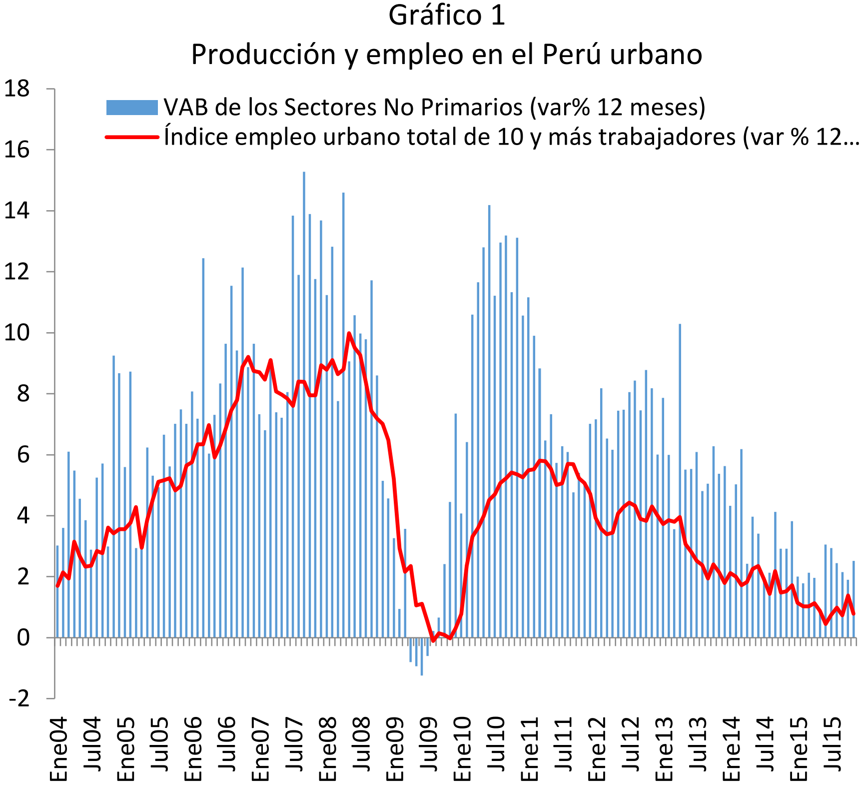
[2] El PBI no primario representa un 80% del PBI total y excluye la agricultura, la pesca y la minería, y las actividades de transformación vinculadas a estos sectores; mide así la actividad económica del Perú urbano.

concluye listando los retos macroeconómicos del nuevo gobierno de Pedro Pablo Kuczynski.

2. EL CHOQUE EXTERNO ADVERSO

La enorme desaceleración experimentada por el crecimiento del PBI no primario desde 2012 y la sensible disminución del crecimiento del empleo urbano en las empresas de más de 10 trabajadores, se muestra en el Gráfico 1. Este índice de empleo urbano se redujo en 14 de las 30 ciudades más grandes del país, entre noviembre del 2014 y el mismo mes del 2013; y volvió a contraerse en 15 de estas 30 ciudades, entre noviembre del 2015 y el mismo mes del 2014; y, para abril de 2016, el crecimiento últimos 12 meses de este índice agregado de empleo urbano cayó hasta cero (BCP 2016). El 2016 será el tercer año consecutivo de esta nueva época de vacas flacas en la economía de las ciudades[3] del país que alberga a tres cuartas partes de la población.

Gráfico 1
Producción y empleo en el Perú urbano



Fuente: BCRP

[3] El PBI total creció 3.3% en 2015 y se proyecta que crecerá 4% en 2016, según el Reporte de Inflación (BCRP 2016). Estas cifras reflejan la expansión del PBI minero, 15% en 2015 y 18% en 2016, generada por la maduración de grandes proyectos de inversión iniciados en la época de precios altos de los metales.

Este enfriamiento de la economía urbana ha estado asociado a una notable caída del valor de las exportaciones, como se muestra en el Gráfico 2. Entre el tercer trimestre del 2011 y el primer trimestre del 2015, el valor de las exportaciones en dólares se redujo un 36%, (un 11% del PBI nominal), debido a que el índice de precios de las exportaciones descendió un 34% entre el pico (agosto del 2011) de los últimos 15 años y el piso más reciente (setiembre del 2015). En la recesión de 2008-09, este mismo índice disminuyó un 36% en menos de un año, pero se recuperó rápidamente.

Gráfico 2

Perú: Valor de exportaciones e índice de precios de exportaciones

Fuente: BCRP

La paralización de la economía urbana ha estado asociada también a una caída de la inversión privada y pública. En 2014, la inversión privada fija disminuyo en 2.1% y la inversión pública en 2.0%; en 2015, la inversión privada se contrajo en 4.3% y la inversión pública en 7.5%; para 2016, se proyecta un crecimiento nulo de la inversión privada total y una caída de 33% de la inversión minera (BCRP 2016).

La causa principal del enfriamiento de la economía urbana es el desplome de los precios mundiales de los metales. Cuando caen los precios de los minerales, se reduce la exploración y construcción de nuevas minas, así como la inversión privada en toda la economía, como se aprecia en el Gráfico 3. La inversión global de las 10 empresas mineras más grandes del planeta, varias de las cuales operan en el Perú, se ha contraído con la caída de los precios mundiales de los metales (FMI 2015, cap. 1).

Gráfico 3

Perú: Inversión privada total y precios de las exportaciones

Inversión Bruta Fija Privada Real (var% 12 meses)
Precios de exportaciones (var% 12 meses)

Fuente: BCRP

Disminuye entonces el gasto privado que mueve a la industria de la construcción y a otras industrias conectadas con ella, cuya importancia en la economía del Perú urbano es grande. No es la nueva producción minera, sino la construcción de nuevas minas (o infraestructura pública), lo que tiene en la economía peruana un alto efecto multiplicador y la capacidad para impulsar al resto de la economía[4].

[4] Una expansión suficiente amplia de las exportaciones no tradicionales y del turismo, acompañada de alguna sustitución de importaciones, también podría impulsar al resto de la economía.

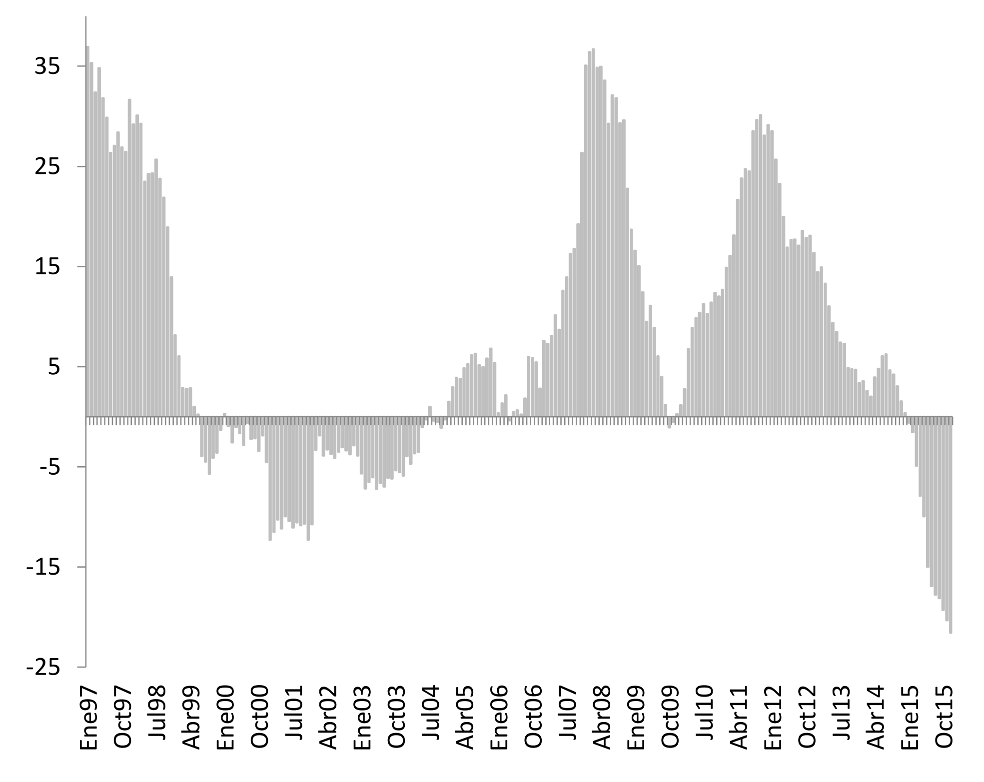
Si se desploman los precios de los metales, se reducen los ingresos fiscales. El ministerio de economía recorta la inversión pública, que es la variable de ajuste presupuestal, para que el déficit fiscal no sobrepase la meta fijada por ley. Al igual que una política de presupuesto equilibrado, esta meta de déficit fiscal exige que los gastos no financieros, o una porción de estos, como la inversión pública en el Perú, varíen en la misma dirección y magnitud que los ingresos fiscales. Esta regla fiscal genera una inversión pública pro cíclica, es decir, que aumenta en los auges y disminuye en las recesiones, exacerbando así tanto las épocas de vacas gordas como las épocas de vacas flacas, originadas en las fluctuaciones de los precios de las materias primas de exportación.

El otro choque externo que ha causado este enfriamiento de la economía urbana es una restricción o sequía crediticia en dólares. Las dos últimas recesiones de la economía peruana coinciden con una caída de los precios internacionales de los metales y, también, con una súbita disminución del crédito en moneda extranjera otorgado por el sistema bancario local a empresas y familias, que ocurre cuando los bancos locales pierden acceso a sus fuentes externas de fondos.

Esta restricción o sequia crediticia, provocada usualmente por factores externos como contagios, crisis financieras o ajustes en la política monetaria norteamericana, también reduce el gasto privado y genera un fuerte impulso recesivo. A fines de 2015, el crédito del sistema bancario al sector privado en moneda extranjera representaba un 13% del PBI[5], mientras que el crédito en moneda nacional representaba un 22% del PBI. Como se muestra en el Grafico 4, se han registrado tres grandes episodios de restricción crediticia en moneda extranjera durante las últimas dos décadas en la economía peruana; los dos primeros están conectados a las dos últimas recesiones (1998-2000 y 2008-09) y el tercero, vinculado al ajuste de la política monetaria norteamericana, se inició a principios de 2013.

[5] Esta cifra no incluye la deuda externa en moneda extranjera de las grandes empresas no financieras locales que estaba cerca de un 15% del PBI a fines del 2015.

Gráfico 4
Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario en Moneda Extranjera
(Tasas de crecimiento anual)

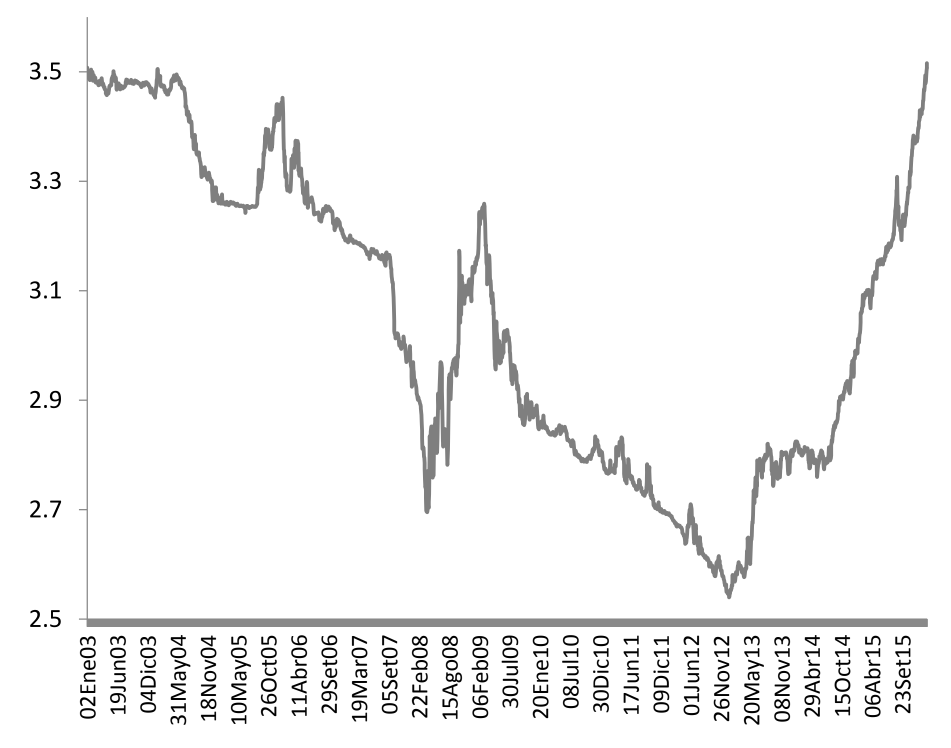


Fuente: BCRP

3. INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO.

Estos choques externos adversos no solo reducen la demanda agregada y generan un fuerte impulso recesivo. También deterioran la balanza de pagos y presionan el tipo de cambio al alza. Como se muestra en el Grafico 5, el precio del dólar en soles o tipo de cambio sube en las épocas de vacas flacas (2008-09, 2013-15) y baja en las épocas de vacas gordas (2003-12).

Gráfico 5
Tipo de Cambio (S/. por US$)



Fuente: BCRP

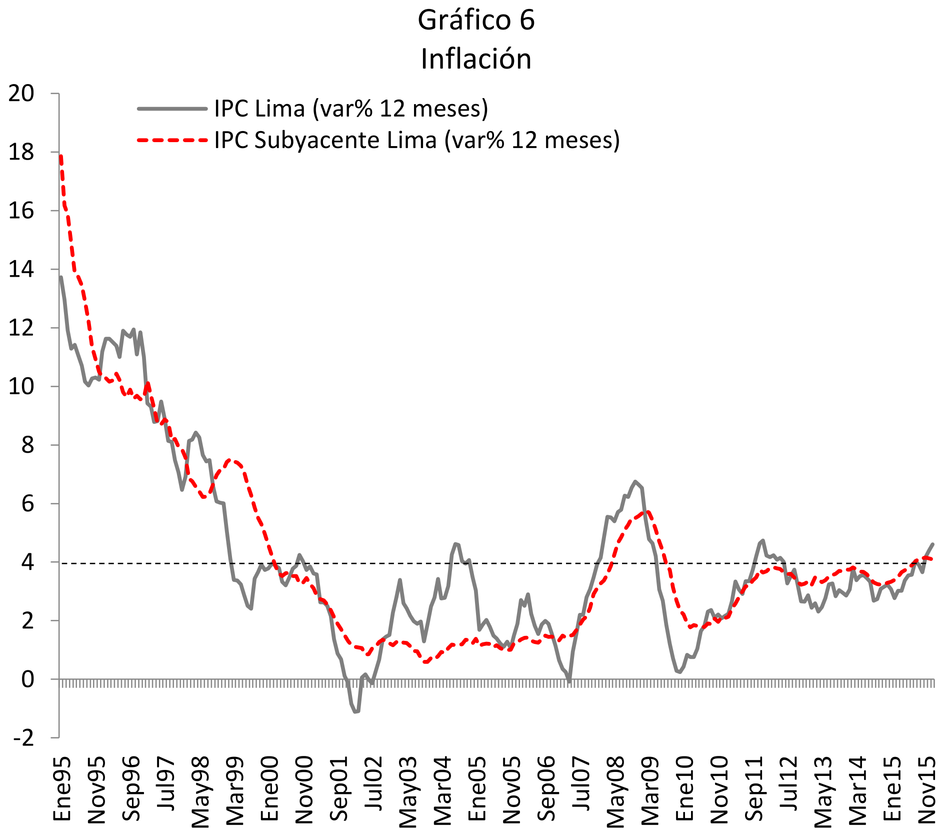
Un alza duradera del tipo de cambio eleva transitoriamente la inflación; activa el efecto hoja de balance (los endeudados en dólares que ganan en soles reducen su gasto cuando sube el precio del dólar y la tasa de morosidad de esta deuda típicamente se eleva); y, por último, estimula la producción de bienes y servicios peruana, que compite con la producción extranjera en el mercado interno o en el mercado externo[6]. En el corto plazo, el efecto hoja de balance predomina en la economía peruana sobre el efecto competitividad, de tal modo que un alza del tipo de cambio real tiende a ser recesiva e inflacionaria y, al mismo tiempo, mejora la balanza de pagos.

Un choque externo adverso tiende a generar una cierta elevación del tipo de cambio real. Si la inflación es un promedio ponderado del incremento porcentual de los salarios y del tipo de cambio nominales, si el periodo de reajuste de los salarios esta constante, y si la indexación de los salarios a la inflación pasada no es completa, entonces la inflación

[6] Es el caso de los exportadores de confecciones, de los productores locales que compiten con las prendas importadas, mayormente chinas, de la industria del turismo, de las exportaciones agro-industriales, etc.

puede elevarse transitoriamente, conforme el tipo de cambio real sube, y descender cuando el tipo de cambio real alcanza su nuevo nivel y permanece allí[7].

Gráfico 6
Inflación



Fuente: BCRP

Desde la instauración del régimen de metas de inflación en 2002 hasta la actualidad, la inflación ha permanecido la mayor parte del tiempo en un corredor entre 0 y 4% anual, como se muestra en el Gráfico 6, ya sea que observemos la inflación total, medida por el índice de precios al consumidor (IPC) de Lima Metropolitana, o la inflación subyacente, que excluye de este índice los precios volátiles de alimentos frescos y combustibles, y permite así tener una visión de la tendencia de la inflación.

El banco central del Perú (BCRP) estableció en 2002 un rango meta de inflación más bajo (1.5%-3.5% anual) que el de sus pares de Chile, Colombia o México (2-4% anual). Al inaugurarse el segundo gobierno de Alan García, que cargaba con la culpa de la hiperinflación de fines de los ochenta, un nuevo Directorio del banco central tomo la

7 Véase el apéndice 1.

decisión de reducir, a partir del 2007, la meta de inflación a 2% anual con un rango meta entre 1% y 3% anual.

El propósito básico del sistema de metas de inflación es influir sobre las expectativas inflacionarias del público, de tal manera que las decisiones de precios de las empresas, o las negociaciones de salarios entre empresas y sindicatos, tomen en cuenta que la inflación futura estará normalmente dentro del rango meta establecido por el banco central. Esto solo se puede lograr si el banco central cumple con la meta de inflación durante un periodo prolongado[8]. Si, por el contrario, la meta de inflación se sobrepasa con excesiva frecuencia, las expectativas de inflación tenderán a situarse fuera del rango meta.

Entre enero de 2002 y diciembre de 2006, la inflación últimos 12 meses estuvo fuera del rango meta durante un 43% del periodo. Entre enero de 2007 y diciembre de 2015, la inflación estuvo fuera del rango meta un 69% del tiempo. Si la meta de inflación no se hubiese reducido, la inflación habría estado fuera del rango meta solo un 50% del periodo 2007-15.

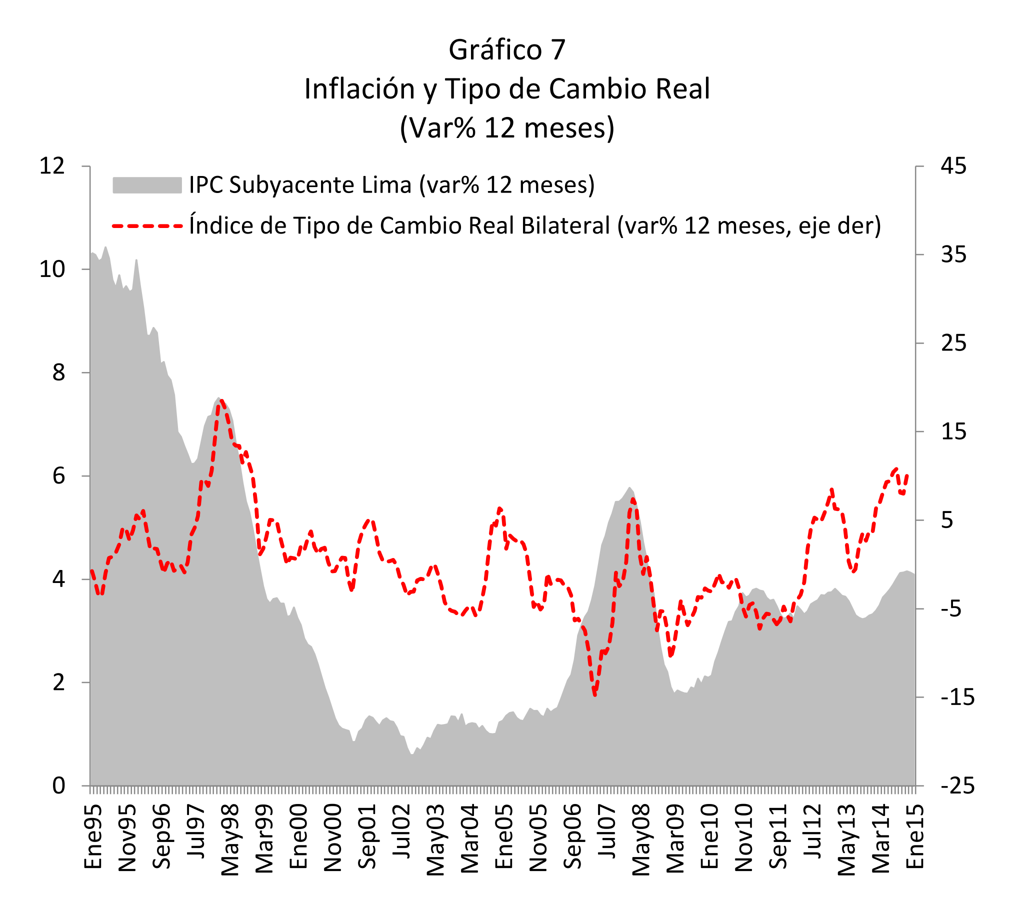
Durante el bienio 2014-15, caracterizado por fuertes presiones inflacionarias generadas por el alza del tipo de cambio, la inflación estuvo fuera del rango meta el 87% del tiempo; algo similar ocurrió durante la crisis de 2008-09. Así, las expectativas de inflación para 2016 de las empresas no financieras están situadas por encima del 3% anual. Si el rango meta de inflación hubiese sido similar al de Chile, Colombia o México (2%-4% anual), la inflación hubiera estado fuera del rango meta solo un 12% del periodo durante 2014-15[9].

---

8 En palabras de Janet Yellen (2015), "My interpretation of the historical evidence is that long-run inflation expectations become anchored at a particular level only after a central bank succeeds in keeping actual inflation near some target level for many years".

9 Una meta de inflación más alta eleva directamente la inflación. Pero, si también aumenta la credibilidad de la política monetaria y reduce así el impacto inflacionario de choques del tipo de cambio real, puede reducir indirectamente la inflación. En el Apéndice 1, se construye un ejemplo donde este último efecto domina, en el tránsito de un equilibrio a otro. Albagli et al. (2015) muestran empíricamente, con un panel de países que incluye a Perú, que este efecto credibilidad, medido por el grado de cumplimiento pasado de la meta de inflación, reduce el impacto inflacionario del tipo de cambio. En FMI (2016a) se obtiene un resultado parecido, utilizando como indicador de la credibilidad la dispersión de las expectativas de inflación a un año.

Los picos de la inflación subyacente están vinculados, en las últimas dos décadas, a alzas súbitas del tipo de cambio real bilateral[10], como se puede apreciar en el Gráfico 7. Cabe anotar que estos picos de la inflación subyacente pueden estar asociados también al incremento del precio internacional del petróleo[11].



Fuente: BCRP

El comportamiento del tipo de cambio es un determinante básico de la inflación en la economía peruana. En el índice de precios al consumidor hay muchos bienes y servicios cuyos precios dependen directamente del tipo de cambio porque son importados, o contienen insumos importados, o están indexados al tipo de cambio (como el alquiler de viviendas o el precio de la electricidad fijado por un organismo estatal). La historia muestra que el precio del dólar cae en las épocas de vacas gordas, cuando suben los

[10] Desde principios de los años 2000, las fluctuaciones del tipo de cambio real bilateral están estrechamente asociadas a las fluctuaciones del tipo de cambio nominal bilateral.

[11] No hemos tomado en cuenta en este análisis el papel de dos choques de oferta de signos opuestos: la caída del precio del petróleo y el fenómeno de El Niño.

precios de las materias primas que exportamos y/o entran los capitales, y se eleva en las épocas de vacas flacas, cuando se desploman los precios de las materias primas y/o salen los capitales. La evidencia señala, además, que el impacto del tipo de cambio sobre la inflación es mayor cuando el dólar sube[12]; si el coeficiente de traspaso es de 0.2, una depreciación de la moneda nacional del 30% anual agrega a la inflación anual unos 6 puntos porcentuales extras durante uno o dos semestres.

La meta de inflación en la economía peruana debiera ser más alta, para que se pueda cumplir la mayor parte del tiempo, no solo en las épocas de vacas gordas con un tipo de cambio que tiende a caer, sino también en las épocas de vacas flacas con un tipo de cambio que tiende a subir[13].

4. POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL EN 2013-15

Una caída de los precios de los metales o una salida de capitales constituyen un choque de demanda negativo y también un choque de oferta negativo vía el alza del tipo de cambio. La actividad económica cae y la inflación puede elevarse.

Si las autoridades monetarias y fiscales tienen como objetivos la estabilidad de precios y el pleno empleo, ante un choque externo adverso, deben reducir la tasa de interés local y aumentar el gasto público para contrarrestar el choque de demanda negativo. Y, además, deben vender dólares para contrarrestar el choque de oferta negativo. El banco central pierde reservas de divisas mientras el choque externo no se revierta o el tipo de cambio real no suba. Si el choque externo es persistente, el tipo de cambio real debe subir.

El banco central debe vender dólares para moderar el alza del tipo de cambio. Sin embargo, en 6 de las 7 grandes recesiones de los últimos 60 años, el banco central se quedó sin reservas de divisas. La excepción es la crisis de 2008-09 durante el segundo gobierno de García. El banco central había acumulado dólares en la época de vacas

---

12 Sobre las economías emergentes, véase Caselli y Roitman (2016); sobre Perú, véase Pérez Forero y Vega (2015).

13 Las dudas sobre la conveniencia de una meta de inflación tan baja se extienden; véase FMI (2016c).

gordas y las vacas flacas duraron poco. Así, el banco central pudo poner un límite al alza del tipo de cambio, al alza de la inflación y al efecto hoja de balance.

El banco central debe bajar la tasa de interés y el ministerio de economía debe aumentar la inversión pública para amortiguar el impacto recesivo del choque externo adverso. Esa es la lección básica de la economía keynesiana. Sin embargo, en 6 de las últimas 7 recesiones elevamos la tasa de tasa de interés (ajustamos la política monetaria en vez de aflojarla) y recortamos la inversión pública, agravando el impulso recesivo externo. Otra vez, la única excepción ocurrió en 2008-09, cuando el banco central bajó la tasa de interés y el ministerio de economía aumentó la inversión pública. De las 4 últimas recesiones, para las cuales hay datos del PBI trimestral, esta fue la menos prolongada y la menos profunda, a pesar de que el choque externo adverso fue muy severo.

La aplicación de estas políticas keynesianas requiere grandes reservas de divisas en el banco central.

Por último, un sistema bancario dolarizado como el peruano puede ser peligrosamente inestable si el banco central no tiene dólares y ocurre un choque externo adverso. La crisis bancaria y la recesión de 1998-2000 ocurridas al final de la dictadura fujimorista así lo demuestran. La morosidad subió rápidamente con el alza del tipo de cambio[14] y se generaron corridas de los acreedores externos y de los depositantes de los bancos comerciales locales. Quebraron o fueron rescatados por el fisco varios bancos, entre ellos el segundo y el quinto más grandes por tamaño de depósitos.

¿Que se ha hecho con la política monetaria en 2013-15? El primer punto respecto a la política monetaria es que, a fines del 2015, se había vendido la mitad de las reservas de divisas propias del banco central, medidas por la posición de cambio[15] en su pico histórico, que alcanzó un 25% del PBI. Durante la crisis de 2008-09, el BCRP solo vendió un cuarto de su posición de cambio, medida de la misma manera. A este ritmo de ventas de dólares, las reservas de divisas se agotarían en dos o tres años. Como es poco

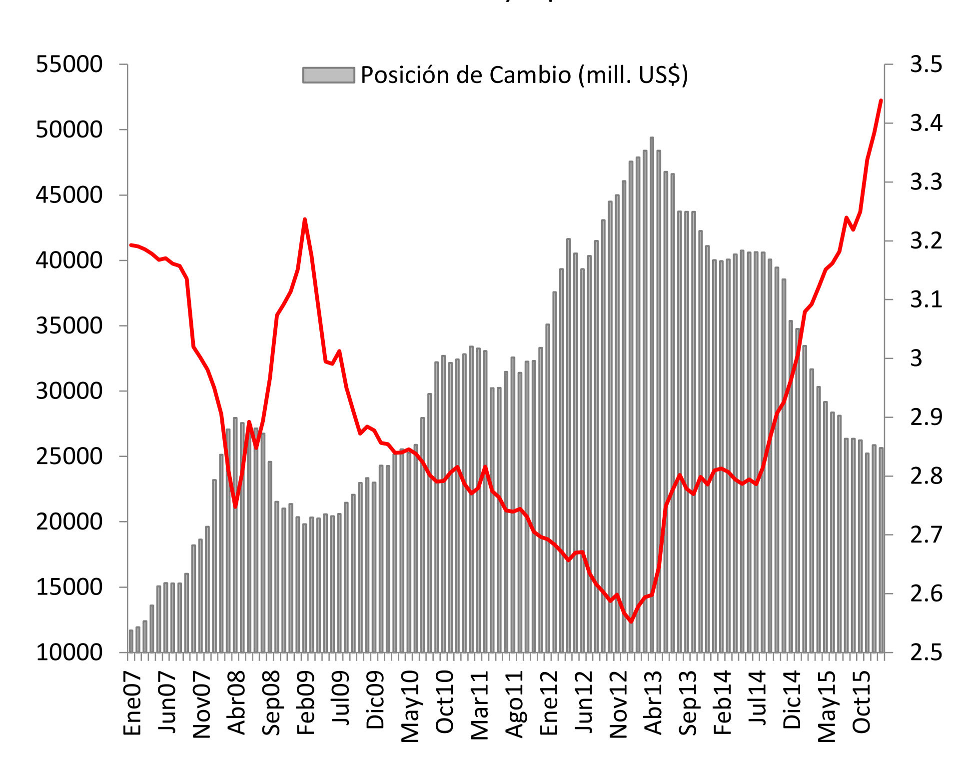
14 Véase BCRP (2016), para un análisis del impacto que el alza actual del tipo de cambio ha tenido sobre la morosidad de los créditos en dólares.

15 La posición de cambio del BCRP descuenta las divisas pertenecientes al sector público y a los bancos comerciales de las reservas internacionales netas.

probable que este choque externo adverso se revierta en ese lapso, es claro que el BCRP se ha excedido largamente en sus ventas de dólares, comprometiendo así la política monetaria futura.

El banco central rema contra la corriente en el mercado cambiario. Como se muestra en el Gráfico 8, cuando el tipo de cambio sube, el banco central vende dólares y las reservas de divisas bajan; y viceversa, cuando el tipo de cambio cae, el banco central compra dólares y las reservas de divisas suben. Desde abril de 2013 hasta principios de 2016, el tipo de cambio subió un 36% mientras el banco central vendía la mitad de su posición de cambio[16]. A fines del primer semestre de 2016, el banco central reanudó sus compras de dólares luego que el tipo de cambio revirtiera su tendencia al alza, tanto en el Perú como en otros países de América Latina.

Gráfico 8
Posición de Cambio del BCR y Tipo de Cambio Nominal



Fuente: BCRP

16 Los fondos privados de pensiones (AFPs) elevaron durante 2013-15 la fracción invertida en el extranjero de su cartera total desde un 30% hasta un 40%, con la autorización del banco central; a principios de 2013, la cartera total de las AFPs representaba un 80% de la posición de cambio del BCRP.

El segundo punto respecto a la política monetaria es que el banco central no respondió a esta drástica desaceleración de la economía urbana con un agresivo ciclo de reducciones de la tasa de interés de referencia, como lo hiciera durante la crisis del 2008-09. El BCRP decidió usar este instrumento básicamente para moderar la subida del tipo de cambio[17] y no para contrarrestar el impulso recesivo generado por el choque externo adverso y la reducción de la inversión pública. Así, en una primera fase, rebajo su tasa de referencia desde 4.25% anual a fines de 2013 hasta 3.25% anual a inicios de 2015. En una segunda fase, entre fines del 2015 y principios de 2016, el BCRP retrocedió elevando cuatro veces la tasa de interés de referencia hasta un 4.25% anual, el mismo nivel que tenía a principios del 2013.

Esta rebaja de la tasa de referencia en la primera fase tuvo características que mermaron su impacto positivo. Primero, el BCRP advirtió en noviembre de 2013 que esa rebaja no era el inicio de un ciclo o secuencia de reducciones[18]. Segundo, el BCRP permitió que la tasa de interés del mercado interbancario se alejara cada vez más de la tasa de interés de referencia, cosa que sorprendió a los bancos comerciales[19]. La experiencia internacional muestra que ambas cosas reducen el efecto de la tasa de interés de referencia sobre las tasas activas bancarias de plazos más largos, que son las que influyen sobre el gasto privado de consumo e inversión. Como se muestra en el Grafico 9, entre el tercer trimestre de 2013 y el segundo trimestre de 2015, la reducción en la tasa de interés de referencia fue de 100 puntos básicos, mientras que la reducción de una tasa activa de interés bancaria representativa fue solo de 20 puntos básicos; una experiencia completamente distinta a la ocurrida durante la crisis de 2008-09.

---

17 El efecto de la tasa de interés sobre el tipo de cambio debiera operar vía el canal de los flujos de capitales. Sin embargo, ni las entradas brutas ni las salidas brutas de capital responden significativamente al diferencial local-externo de tasas de interés en un panel de 22 economías emergentes, según FMI (2016), capítulo 2. Por el contrario, si hay evidencia sobre el impacto que la intervención cambiaria del banco central tiene sobre el precio del dólar; véase Adler et al. (2015) y Tashu (2015). En el Perú actual, los factores externos parecen ser la fuerza principal que gobierna la evolución del tipo de cambio, contrarrestada por la intervención cambiaria del banco central.

18 Desde 2008, los bancos centrales norteamericano y europeo hacen lo contrario: anuncian que su tasa de interés de referencia, cercana a cero, se mantendrá allí por un periodo prolongado, para que bajen las tasas de interés de plazos más largos.

19 Véase BCP (2015), que contiene un gráfico diario, para un año, de la brecha entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de referencia.

Gráfico 9

Tasa de interés de referencia y tasa de interés activa bancaria en MN

Tasa de interés de estructura constante en M.N.

Tasa de referencia (eje der.)

Fuente: BCRP

En suma, el banco central terminó vendiendo la mitad de sus reservas de divisas para moderar el alza del tipo de cambio sin rebajar la tasa de interés de referencia. Con esta política monetaria, los intereses de los grandes deudores en moneda extranjera[20], y de sus acreedores, prevalecieron sobre los intereses de la economía nacional; y el banco central se embarcó en un curso de política insostenible, si el choque externo adverso es persistente.

De acuerdo al banco central, el instrumento utilizado para combatir la paralización de la economía urbana fue la rebaja progresiva de la tasa de encaje a los depósitos en moneda nacional (MN), desde un 24% a principios de 2013 hasta un 7% a fines de 2015; lo que debe abaratar y hacer más abundante el crédito bancario en MN.

[20] Según Kliatskova y Mikkelsen (2015), la intervención cambiaria (venta de dólares) y el incremento de la tasa de interés de referencia son más fuertes, ante una depreciación de la moneda local, en aquellos países emergentes donde mayor es la deuda en moneda extranjera del sector privado no financiero.

No hay, sin embargo, mayor evidencia sobre la efectividad que este instrumento pueda tener en el régimen monetario actual, donde el banco central regula la tasa de interés interbancaria[21]. Y resulta discutible atribuir la expansión del crédito en MN del sistema bancario al sector privado, que se ha incrementado en diez puntos del PBI durante 2011-15, a esta rebaja de la tasa de encaje y no a la fijación de la tasa de interés interbancaria per se combinada con la necesidad de las grandes empresas no financieras de sustituir deuda externa en dólares por deuda local en MN en un contexto de alza del tipo de cambio.

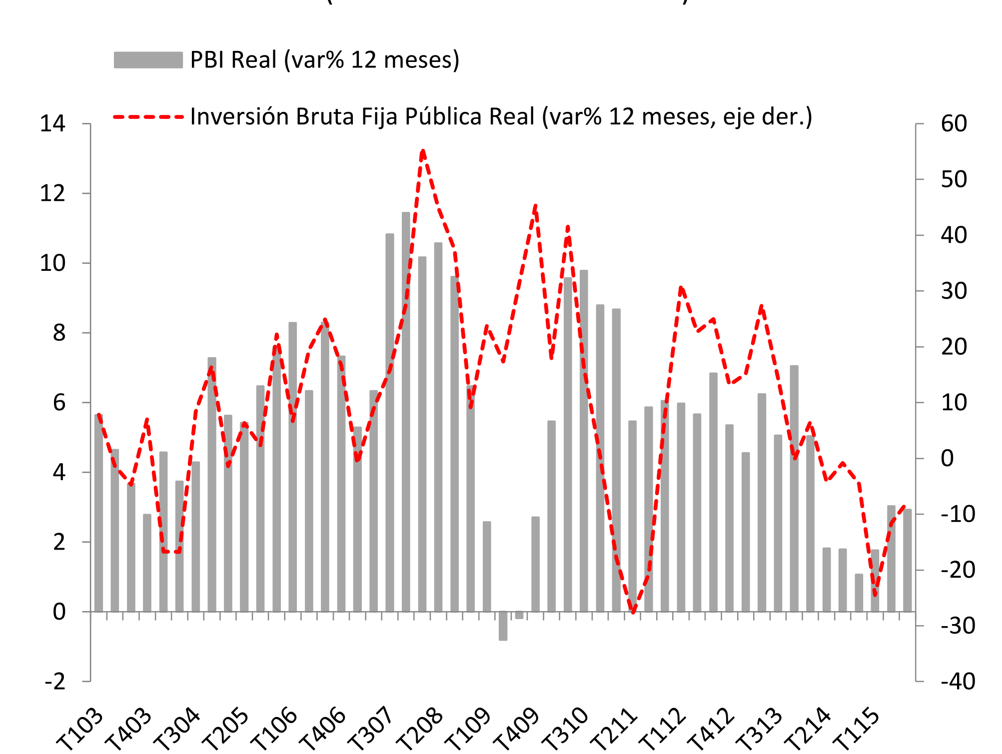
Respecto a la política fiscal, lo primero que hay que señalar es que el ministerio de economía (MEF) dedico sus mejores esfuerzos a la "reforma estructural" antes que a la estabilización macroeconómica, es decir, a rebajar los estándares laborales (sin éxito afortunadamente) y los estándares de protección del medio ambiente (con éxito lamentablemente[22]), pretextando que para elevar la inversión privada y reactivar la economía se requería reducir el costo de la mano de obra y el costo de la contaminación ambiental.

---

21 Según Cermeño et al (2015), la tasa de encaje no influye, en contraste con la tasa de interés de referencia, sobre las tasas activas de interés bancarias en MN fijadas por los 6 bancos más grandes del país. Según Dancourt (2012), la tasa de encaje, en contraste con la tasa de referencia, solo influye sobre el crédito bancario en MN de las entidades financieras pequeñas.

22 Para un análisis detallado de este proceso político, véase Durand (2016).

Gráfico 10
PBI e inversión pública
(tasas de crecimiento anual)



Fuente: BCRP

El segundo punto respecto a la política fiscal es que el MEF redujo la inversión pública durante 2014 y 2015, especialmente la realizada por los gobiernos locales y regionales[23], mientras la economía se enfriaba, como se puede apreciar en el Grafico 10. Los estudios indican que el multiplicador de la inversión pública es mayor que el de los gastos corrientes o que el de las rebajas impositivas[24]. Y esto ocurrió aunque podía haberse financiado fácilmente una inversión pública mayor y un déficit fiscal mayor: el Fondo de Estabilización Fiscal y otros depósitos en dólares del gobierno peruano, incluidos en las reservas de divisas del BCRP, equivalen a un 7% del PBI; el gobierno peruano tiene acceso fluido al crédito en los mercados interno y externo de bonos; y, por último, la deuda pública peruana es pequeña y no excede el 25% del PBI.

---

23 La formación bruta de capital de los gobiernos regionales y locales cayo desde un 3.9% del PBI en 2013 hasta un 2.7% del PBI en 2015; véase BCRP (2016a, pag 83).

24 Véase MEF (2015), FMI (2016b) y BCRP (2016).

El tercer punto respecto a la política fiscal es que el MEF lanzó a fines del 2014 un paquete de rebajas impositivas, dirigida especialmente a las empresas, que provoco la caída de los ingresos fiscales desde un 22.2% del PBI en 2014 hasta un 20.0% del PBI en 2015[25], sumándose al efecto de la desaceleración de la actividad económica y la disminución de los precios de las materias primas. El déficit fiscal alcanzo un 2% del PBI en 2015, después de registrarse un presupuesto prácticamente equilibrado en 2014; y se proyecta un déficit fiscal de 3% del PBI para 2016 (BCRP 2016b).

El efecto neto sobre la actividad económica de la rebaja impositiva y el recorte de la inversión pública fue recesivo en 2015. "Cuando el impulso fiscal se descompone por ingresos y gastos y se pondera cada uno de estos factores por su efecto multiplicador en la actividad económica, [resulta que] la política fiscal tuvo un impacto contractivo de 0.5% del PBI" (BCRP 2016a).

5. CONCLUSIÓN: LOS DESAFÍOS DEL NUEVO GOBIERNO

Las perspectivas no son halagüeñas. El nuevo gobierno de Pedro Pablo Kuczynski hereda[26] una economía urbana paralizada, una inflación baja pero que ha estado por encima del rango meta de la autoridad monetaria durante un periodo prolongado, y un déficit fiscal de 3% del PBI, el más alto de los últimos 15 años. Los motores externos, altos precios de materias primas y entrada de capitales, que han impulsado el crecimiento económico durante la última época de vacas gordas están apagados para el futuro previsible.

La primera tarea del nuevo gobierno será reactivar el aparato productivo urbano y crear empleos durante una época de vacas flacas que puede durar todo su mandato. Esto requiere impulsos monetario y fiscal positivos que muevan la economía urbana. Sin embargo, Pedro Pablo Kuczynski ha ratificado en su cargo al actual presidente del banco

---

[25] Un tercio de esta caída de los ingresos fiscales se atribuye a las rebajas impositivas, véase BCRP (2016). Destacan la reducción del impuesto a la renta a las empresas, programada para varios años, y las modificaciones en el sistema de cobro anticipado del impuesto general a las ventas.

[26] Para una visión optimista de esta herencia, véase FMI (2016c).

central; esto indicaría que la tasa de interés de referencia no bajaría mientras la inflación sea superior a la meta o mientras existan presiones al alza del tipo de cambio.

Respecto al impulso fiscal, el gobierno de Kuczynski ha prometido una nueva rebaja de impuestos que estimularía el gasto privado; aparentemente, sin revertir la reducción del impuesto a la renta iniciada por el gobierno de Humala. Estos recortes impositivos, acompañados de una meta de déficit fiscal igual al 3% del PBI, generarían un impulso fiscal negativo, como en 2015. Si los ingresos fiscales caen, esto exigiría una disminución equivalente de la inversión pública, para garantizar que esta meta de déficit fiscal se cumpla. Y, como establece el multiplicador del presupuesto equilibrado, esta política fiscal tiene un efecto recesivo, si el sector privado no gasta el integro de la rebaja impositiva.

El estancamiento de la economía del Perú urbano continuara si el nuevo gobierno persiste en la combinación de políticas monetarias y fiscales aplicadas durante 2014-15.
La segunda tarea del nuevo gobierno será diversificar la economía peruana. Otras industrias distintas a la minería y otros componentes del gasto, distintos a la inversión en los sectores extractivos, tendrán que liderar el crecimiento económico. Se requiere un plan, apoyado por la inversión pública, para desarrollar nuevas exportaciones no tradicionales, incluido el turismo, y sustituir importaciones. Un tipo de cambio real más alto, generado por un contexto externo adverso duradero, favorecerá este proceso de diversificación del aparato productivo.

Una tercera tarea del nuevo gobierno será mitigar el conflicto latente entre un tipo de cambio real alto y una inflación baja, que puede recrudecer. Enfrentar directamente vía regulación el excesivo precio local de los medicamentos, los combustibles y la electricidad, por ejemplo, puede ayudar en esta tarea.

APENDICE 1

La inflación subyacente en el periodo actual (p) está dada por

$$p = (1-a)w + aE \qquad (1)$$

donde w, E representan la variación porcentual en el periodo actual del salario y del tipo de cambio nominales, siendo $0<a<1$.

El incremento actual de los salarios, que resulta de las negociaciones entre empresarios y trabajadores, está dado por

$$w = bp(-1) + (1-b)pm + cY \qquad (2)$$

donde p(-1) es la inflación del periodo anterior, pm es la meta de inflación del banco central, siendo $0<b<1$, y donde Y es la brecha o diferencia entre el producto efectivo y el potencial.

De (1) y (2) se obtiene que

$$p = bp(-1) + (1-b)pm + [a/(1-a)]e + cY \qquad (OA)$$

donde $e = E-p$, es la variación porcentual por periodo del tipo de cambio real. La inflación actual, según la ecuación de oferta agregada (OA), depende de la inflación pasada, de la meta de inflación del banco central, de los choques del tipo de cambio real, considerados una variable exógena, y de la brecha del producto (Y). En un equilibrio inflacionario, la inflación es igual a la meta (p=pm), si el tipo de cambio real no varía (e=0), y la brecha del producto es nula (Y=0).

La brecha del producto depende inversamente, con un rezago, de la tasa de interés real, que está definida como la tasa de interés nominal menos la inflación subyacente, como en Rudebusch y Svensson (1999); y de un choque exógeno (G) a la demanda agregada. Se asume que el efecto competitividad y el efecto hoja de balance del tipo de cambio real se cancelan mutuamente. Es decir,

$$Y = -d[i(-1) - p(-1)] + G \qquad (4)$$

Por último, tenemos un banco central que aplica una regla de Taylor incompleta. El banco central solo se preocupa por el desvío de la inflación respecto a la meta de inflación y no trata de estabilizar la brecha del producto. Es decir,

$$i = pm + h[p - pm] \quad (5)$$

donde la tasa de interés nominal (i) depende directamente del desvío de la inflación respecto a la meta (p – pm); asumimos que h>1 para que la tasa de interés real (i-p) sea positiva (negativa) cuando la inflación es mayor (menor) que la meta. El intercepto de (5) se explica porque se ha supuesto que la tasa de interés real es cero en el equilibrio estacionario, es decir, que la tasa de interés nominal es igual a la meta de inflación.

De (4) y (5) obtenemos que

$$Y = -d(h-1)[p(-1) - pm] + G \quad (DA)$$

La ecuación de la demanda agregada (DA) implica que la brecha del producto hoy es negativa (hay capacidad productiva ociosa) si la inflación de ayer fue superior a la meta, porque la tasa de interés real fue positiva, dado un choque de demanda nulo (G=0). La ecuación (OA), la curva de oferta agregada, y la ecuación (DA), la curva de demanda agregada, donde ya se ha insertado la regla de Taylor, resumen el modelo.
De (OA) y (DA), haciendo nulos los choques de demanda (G=0), obtenemos que

$$p = [B]p(-1) + [1-B]pm + [a/(1-a)]e \quad (6)$$

Es decir, la inflación actual es un promedio ponderado de la inflación pasada y de la meta de inflación del banco central, más los choques del tipo de cambio real. En la ecuación (6), B = b-cd(h–1).

Si x es el desvío de la inflación respecto a la meta ocurrido en el pasado,

$$x = \{[p(-1) + p(-2)]/2pm\} \quad (7)$$

podemos establecer que el coeficiente (a) depende directamente de x; por ejemplo, que

$$a= x/x+1 \quad (8)$$

La idea es que el sistema de precios y salarios oscila entre dos anclas alternativas: el tipo de cambio y la meta de inflación del banco central. Así, el peso de un choque del tipo de

cambio real en la ecuación (6), dado por a/(1-a), aumentará conforme menor haya sido el cumplimiento de la meta de inflación en el pasado. Si el cumplimiento de la meta de inflación en el pasado ha sido perfecto [p(-2)=p(-1)=pm], eso implica que x=1, que a=0.5, y que el coeficiente de un choque del tipo de cambio real en la ecuación (6) es igual a 1; el efecto credibilidad es máximo. Si la inflación pasada promedio ha sido 3 por ciento por periodo y la meta es 2 por ciento por periodo, entonces x=1.5, a=0.6, el efecto credibilidad se reduce, y el coeficiente de la variación del tipo de cambio real en la ecuación (6) aumenta hasta 1.5; una idea similar referida al coeficiente (b) de la ecuación (2) se plantea en Argov et. al. (2007).

Según (6), una meta (pm) mayor eleva la inflación, dados la inflación pasada y el choque del tipo de cambio real. Según (7) y (8), existe un efecto credibilidad opuesto, porque una meta de inflación más alta permite un grado mayor de cumplimiento de la meta y, por tanto, un coeficiente menor del choque de tipo de cambio real. De esta manera, puede ocurrir que un mismo choque temporal del tipo de cambio real eleve menos la inflación con una meta más alta que con una meta más baja, en el tránsito de un equilibrio a otro.

Utilizando (6), (7) y (8), si b=0.54, c=0.2, d=1, h=1.2, lo que implica que B=0.5, y si las dos metas de inflación alternativas son 2% y 3% por periodo, las trayectorias de la inflación en ambas economías con un mismo choque de tipo de cambio real, se muestran en el Grafico 1.1. El choque exógeno persistente del tipo de cambio real es 2% por periodo por 4 periodos consecutivos, a partir del periodo 2, 1% en el siguiente periodo, 0.5% en los 6 periodos siguientes, y 0 en los periodos restantes. La inflación con una meta más alta es menor que con una meta más baja, en el tránsito de un equilibrio estacionario a otro, porque el efecto credibilidad domina. Las trayectorias de ambas brechas del producto se muestran en el Grafico 1.2. La recesión también es menor con una meta de inflación más alta en el tránsito de un equilibrio estacionario a otro. El equilibrio estacionario, con choques de oferta (e=0) y de demanda (G=0) nulos, implica una inflación constante y una brecha de producto igual a cero.

GRAFICO 1.1
Trayectorias de la inflación

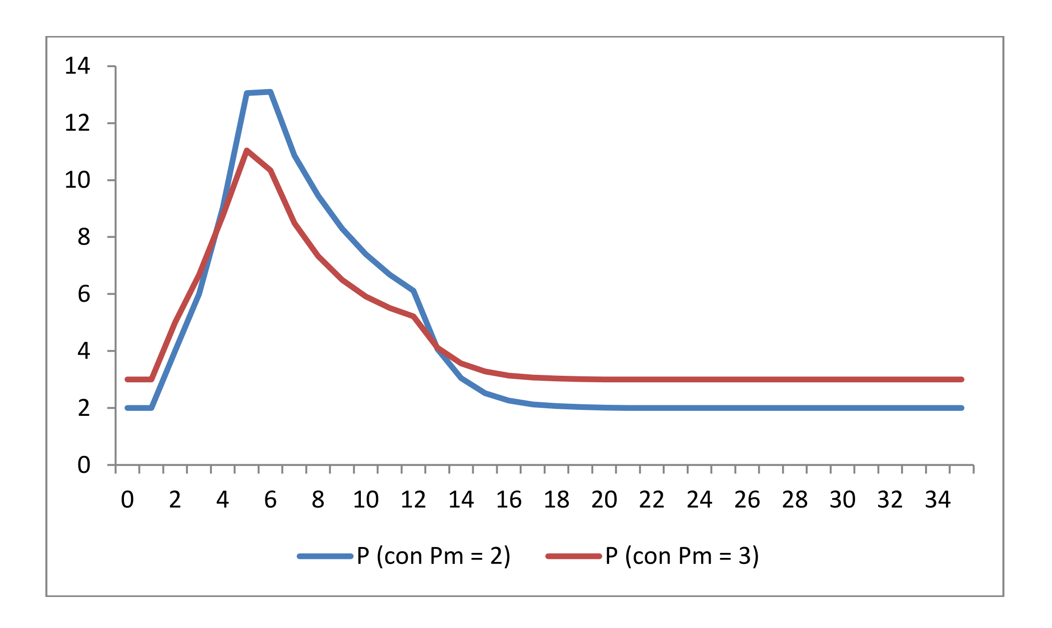
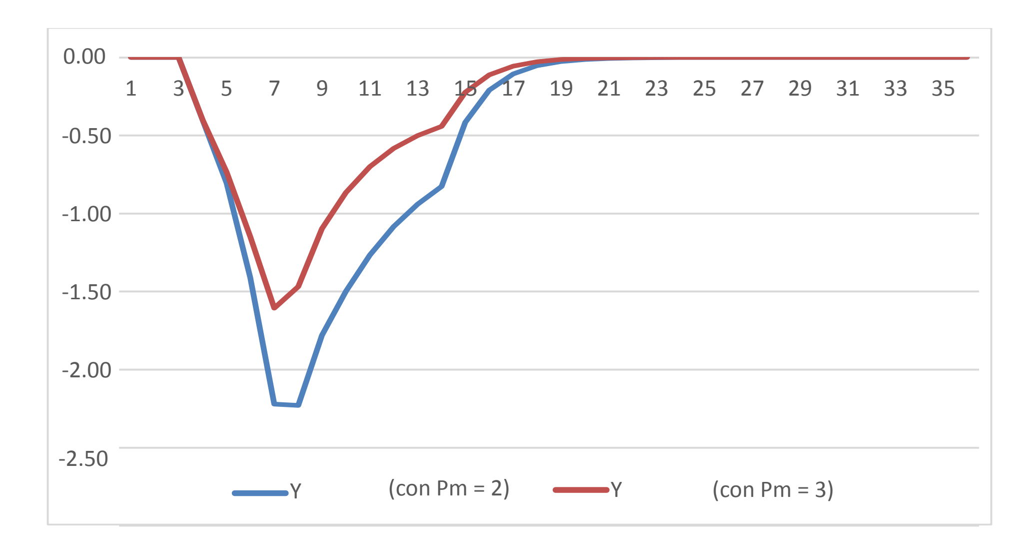


GRAFICO 1.2
Trayectorias de la brecha del producto



REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS / REFERENCES

Adler G., N. Lisack, y R. C. Mano.
(2015) Unveiling the Effects of Foreign Exchange Intervention: A Panel Approach, IMF, WP 15/130.

Albagli E., A. Naudon y R. Vergara
(2015) Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy, Banco Central de Chile, Documentos de Politica Economica, No. 58.

Argov E., N. Epstein, P. Karam, D. Laxton, y D. Rose
(2007) Endogenous Monetary Policy Credibility in a Small Macro Model of Israel, IMF, WP 07/207.

Banco Central de Reserva del Perú
(2015) Memoria 2014.

(2016) Reporte de Inflación, segundo trimestre.

(2016a) Memoria 2015.

Banco de Crédito del Perú
(2016) Reporte Macroeconómico Trimestral, 03 de agosto.

Banco de Crédito del Perú
(2015) Reporte Semanal, 23 de febrero.

Caselli F. y Roitman
(2016) Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets, IMF, WP 16/1.

Cermeño R., O. Dancourt, G. Ganiko y Waldo Mendoza
(2015) Tasas de Interés Activas y Política Monetaria en el Perú: un Análisis con Datos de Bancos Individuales, Departamento de Economia, PUCP, DT 410.

Dancourt O.
(2012) Crédito Bancario, Tasa de Interés de Política y Tasa de Encaje en el Perú, Departamento de Economia, PUCP, DT 342.

Durand F.
(2016) Cuando el Poder Extractivo Captura al Estado. Lobbies, Puertas Giratorias y Paquetazo Ambiental en Perú. Oxfam.

FMI
(2015) Adjusting to Lower Commodity Prices, World Economic Outlook, October.

(2016) Too Slow for Too Long, World Economic Outlook, April.

(2016a) Managing Transitions and Risks, Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, April.

(2016b) Peru. Selected Issues.

(2016c) Peru. Staff Report for the 2016 Article IV Consultation.

Kliatskova T., y U. Mikkelsen
(2015) Floating with a Load of FX Debt, IMF Working Paper 15/284.

Ministerio de Economía y Finanzas
(2015) Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018.

Perez Forero, F., y M. Vega
(2015) Asymmetric Exchange Rate Pass-through: Evidence from Peru, BCRP, DT 2015-011.

Rudebusch G., y L. Svensson
(1999) Policy Rules for Inflation Targeting, en J.B. Taylor (editor), Monetary Policy Rules, NBER.

Tashu M.
(2015) Drivers of Peru´s Equilibrium Real Exchange Rate: is the Nuevo Sol a Commodity Currency? IMF, WP 15/26.

Yellen J.
(2015) Inflation Dynamics and Monetary Policy, Speech, September 24, Board of Governors of the Federal Reserve System.

ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE LOS PROFESORES
DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

- *Libros*

Roxana Barrantes, Elena Borasino, Manuel Glave, Miguel Angel La Rosa y Karla Vergara
2016 *De la Amazonía su palma. Aportes a la gestión territorial en la región Loreto*. Lima, Instituto de Estudios Peruanos, IEP, Grupo de Análisis para el Desarrollo, Grade y Derecho, Ambiente y Recursos Naturales, DAR.

Felix Jiménez
2016 *Apuntes de crecimiento económico: Enfoques y modelos*. Lima, Editorial OtraMirada.

Alan Fairlie (editor)
2016 *El Perú visto desde las Ciencias Sociales*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Efraín Gonzales de Olarte
2015 *Una economía incompleta, Perú 1950-2007. Un análisis estructural*. Lima, Fondo Editorial, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Carlos Contreras, José Incio, Sinesio López, Cristina Mazzeo y Waldo Mendoza
2015 *La desigualdad de la distribución de ingresos en el Perú. Orígenes históricos y dinámica política y económica.* Lima, Facultad de Ciencias Sociales, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Felix Jiménez
2015 *Apuntes de crecimiento económico: Enfoques y modelos.* Lima, Fondo Editorial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Carlos Conteras y Luis Miguel Glave (Editor)
2015 *La independencia del Perú. ¿Concedida, conseguida, concebida?* Lima, Instituto de Estudios Peruanos.

Mario D. Tello
2015 *Cerrando brechas de género en el campo: limitantes de la producción laboral de mujeres emprendedoras agropecuarias en el Perú.* Lima, INEI, Movimiento Manuela Ramos y CISEPA PUCP.

- *Documentos de Trabajo*

No. 427 "Clusters de las Industrias en el Perú". Jorge Torres Zorrilla. Agosto, 2016.

No. 426 "Conflictos entre poblaciones autóctonas y las industrias extractivas: Perú y los Andes frente a los desafíos del siglo XXI". Héctor Noejovich. Julio, 2016.

No. 425 "Los determinantes del índice de condiciones monetarias (ICM) en una economía parcialmente dolarizada: el caso del Perú". Waldo Mendoza, Rodolfo Cermeño y Gustavo Ganiko. Junio, 2016.

No. 424 "Trabajadoras del hogar en el Perú y transiciones laborales". Cecilia Garavito. Junio, 2016.

No. 423 "Liberalización preferencial, antidumping y salvaguardias: Evidencia de "Stumbling Block" del MERCOSUR". Chad P. Bown y Patricia Tovar. Mayo, 2016.

No. 422 "Intervención cambiaria y política monetaria en el Perú". Oscar Dancourt y Waldo Mendoza. Abril, 2016.

No. 421 "Eslabonamientos y generación de empleo de productos en industrias extractivas del Perú". Mario D. Tello. Abril, 2016.

No. 420 "Trabajadoras del hogar en el Perú y su oferta de trabajo". Cecilia Garavito. Marzo, 2016.

No. 419 "La informalidad: ¿Una herencia colonial?" Héctor Omar Noejovich. Marzo, 2016.

No. 418 "Competencia y calidad de cartera en el mercado financiero peruano, 2003-2013". Ellen Mayorca Huamán y Giovanna Aguilar Andía. Marzo, 2016.

- *Materiales de Enseñanza*

No. 2 "Macroeconomía: Enfoques y modelos. Ejercicios resueltos". Felix Jiménez. Marzo, 2016.

No. 1 "Introducción a la teoría del Equilibrio General". Alejandro Lugon. Octubre, 2015.

Departamento de Economía - Pontificia Universidad Católica del Perú
Av. Universitaria 1801, Lima 32 – Perú.
Telf. 626-2000 anexos 4950 - 4951
http://departamento.pucp.edu.pe/economia/